

Mercato del credito. Le analogie e le anomale differenze di due emissioni Fiat in scadenza nel 2011

Bond gemelli a prezzi diversi

Difficoltà allo sportello per acquistare l'obbligazione più redditizia

**Vitaliano D'Angerio
Gianfranco Ursino**

In apparenza sono identiche: pari caratteristiche, stesso grado di rischio, medesimo livello di subordinazione. Ma le due obbligazioni Fiat a tasso fisso, in scadenza nel 2011, inaspettatamente offrono rendimenti molto differenti. E se tra i due bond, emessi entrambi da Fiat Finance & Trade con garanzia della casa madre torinese, l'investitore meno sprovveduto provasse ad acquistare quello che rende di più, difficilmente in banca sarebbe accontentato. Anzi, con molta probabilità si sentirebbe rispondere che l'obbligazione "Fiat 2006-11 5,625" (che ai prezzi attuali sull'Euromercato offre un rendimento a scadenza di circa l'11% annuo), è riservata agli operatori istituzionali. Gli intermediari, salvo poche eccezioni tra le reti di private banking e le banche online, tendono quindi ad indirizzare la clientela sull'obbligazione Fiat con cedola al 6,75% collocata nel 2001 in prevalenza tra il pubblico retail con un taglio minimo di mille euro, che agli attuali prezzi di acquisto sul Mot di Borsa Italiana offre un rendimento a scadenza del 5% annuo. Meno della metà rispetto al bond gemello.

Un disallineamento che non può essere giustificato da una differenza durata di soli 6 mesi. Il titolo negoziato sull'Euromercato è agganciato alla percezione del rischio credito dell'emittente e ri-

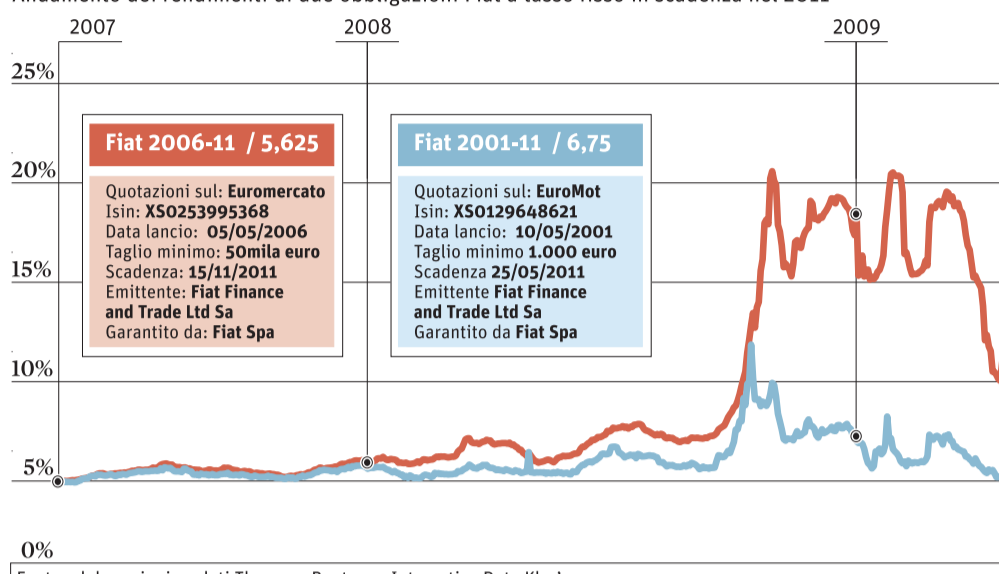
flette l'andamento dei Credit Default Swap (Cds) Fiat di pari scadenza. Sul Mot, invece, l'andamento del bond è più ingessato ed è basato sulla percezione del rendimento offerto *tout court*. Differenze di rendimento che nei mesi scorsi hanno assunto distanze ancora più abissali (vedi grafico a lato).

Ma il discorde comportamento delle banche, che è possibile riscontrare anche con obbligazioni di altri emittenti, solleva qualche interrogativo sull'operato dei diversi intermediari. Disicuro con l'innovazione intervenuta con la legge sul risparmio che ha introdotto l'articolo 100 bis, anche i bond in origine destinati a investitori istituzionali, a determinate condizioni, possono essere collocati dopo al pubblico retail. Inoltre, in virtù delle deroghe previste nell'articolo 33 del nuovo regolamento emittenti della Consob, che ha recepito le indicazioni della direttiva prospetti, per tutta una serie di casistiche non è previsto neanche l'obbligo di un documento di offerta.

Anche nel caso, in cui rientra il bond Fiat 2001-11 5,625 quotato sull'Euromercato, il taglio minimo d'investimento richiesto è di 50 mila euro. «La nuova normativa europea parte da una presunzione - spiega Franco Grilli, partner dello studio legale Clifford Chance in Italia - . Sopra i 50 mila euro siamo di fronte a investitori

La forbice del Lingotto

Andamento dei rendimenti di due obbligazioni Fiat a tasso fisso in scadenza nel 2011



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Interactive Data Kler's

TVOLA ROTONDA A MILANO CON PLUS24

Si terrà mercoledì 6 maggio alle 16.45 la tavola rotonda organizzata a Milano dall'Associazione Residenti Torrescalla in collaborazione con «Plus24» dal titolo «Il tesoro nascosto: antichi errori, nuove minacce e possibili opportunità per l'industria del risparmio gestito in Italia». Il convegno si terrà presso la Residenza

Universitaria Torrescalla in via Golgi 36, e vedrà la partecipazione di Luca Di Patrizi (direttore generale di Pictet & Cie in Italia), Massimo Doris (amministratore delegato di Banca Mediolanum), Alessandro Gandolfi (Head of Business Development Italy - Pimco Europe), Marco Giorgino (professore al Politecnico di

Milano), Francesco Lorenzetti (Cfo Fondazione Cariplo), Mario Miscali (professore alla Liuc di Castellanza), Andrea Morresi (managing director iShares Europe), Marco Vitale (presidente onorario Aifi). L'incontro sarà moderato da Marco Liera. Per iscrizioni tel. 02/2364023. E-mail: adesione.eventi@torrescalla.it

professionali. Al di sotto di questa soglia c'è invece il retail. Da qui la possibilità di collocare anche in Italia obbligazioni, senza il prospetto approvato da Consob, quando tali strumenti finanziari abbiano un taglio minimo così elevato. Tale disposizione è già in vigore». In capo all'intermediario resta l'obbligo di profilare il cliente, tenuto conto non solo delle discipline generali del Testo unico della finanza e del regolamento emittenti ma anche della recente disposizione Consob sui prodotti illiquidi presente sull'Euromercato, pure nel caso del bond Fiat andrebbe chiarito l'orizzonte temporale d'investimento, precisando al cliente i rischi sottostanti l'eventuale smobilizzo prima della scadenza. Spesso però il problema non si pone, poiché le banche non prendono neanche in considerazione l'acquisto del titolo più redditizio e rimandano a quello quotato al Mot che costa più caro e rende meno. Scelta che lede in linea generale uno dei capisaldi della Mifid: agire nell'interesse preminente del cliente. Ma non essendo il titolo Fiat 2006-11 quotato su un mercato regolamentato, per l'intermediario non scatta l'obbligo di rispettare il principio della *best execution*. E al risparmiatore non rimane che appellarsi alla concorrenza e peregrinare tra le varie banche.

Qui Banca Popolare di Verona

«Non li possiamo vendere ai privati»

Milano, filiale di largo Cairoli 2/a, ore 11.30 di martedì 28 aprile 2009

Vorrei aprire un conto corrente presso il vostro istituto. Tra le varie necessità avrei anche quella di operare su titoli obbligazionari...

Nessun problema, abbiamo diversi conti correnti adatti alle sue richieste («L'addetta mostra i fogli informativi relativi alle varie offerte»)

Esistono particolari limitazioni al tipo di prodotti obbligazionari acquistabili?

Dipende. Prima di poter acquistare qualsiasi titolo è necessario rispondere al questionario Mifid che attesti la sua propensione al rischio. Dopodiché non ci sono problemi di sorta.

Ero interessato, in particolare, a due bond Fiat...

Su questi titoli non dovrebbero esserci difficoltà di alcun tipo. (mostrati i due codici Isin, l'impiegata controlla sul terminale condizioni e dettagli).

Mi conferma che sono entrambi acquistabili?

Ecco, in verità c'è un proble-

ma: è trattabile solo il primo bond, quello con scadenza maggio 2011 e con cedola 6,75%, che è quotato sul Mercato telematico obbligazioni.

E l'altro bond?

L'altro, che scade a novembre 2011 e ha una cedola del 5,625%, non è quotato e non possiamo venderlo alla clientela retail. In pratica l'acquisto è concesso solo alla clientela istituzionale ed è necessario un acquisto minimo di 50 mila euro.

Ma come è possibile che in altri Paesi sia venduto?

Questo bisogna chiederlo all'emittente. Noi non possiamo saperlo.

Voto 5,5: l'impiegata è disponibile, la cortesia massima. Le informazioni, però, sono incomplete.

Qui Bnl-Bnp Paribas

«Sì, nessun problema. Anzi no: lasci perdere»

Milano, piazza San Fedele 3, ore 13.28 aprile 2009.

Buongiorno. Sarei intenzionato a trasferire il mio conto corrente in Bnl.

Ha particolari esigenze?

Sì. Avrei bisogno del servizio per il deposito titoli: ho intenzione di acquistare dei corporate bond emessi da Fiat. (L'impiegata chiede di essere seguita in un'altra area della banca per poter parlare con l'addetta alla consulenza sugli strumenti finanziari, una figura ritenuta "maggiormen-

te qualificata" sul tema: è quest'ultima, dopo aver chiesto evisionato i codici Isin delle due obbligazioni, a parlare)

Mi conferma la possibilità di comprare entrambi i bond?

Non dovrebbero esserci problemi su prodotti del genere, posto che lei sia a conoscenza della rischio default associato a strumenti simili. Effettivamente però i due rendimenti discostano in maniera forse eccessiva l'uno dall'altro, e non riesco a capire come sia possibile. (Dopo un controllo veloce sul terminale i dubbi per-

mangono. La consulente decide allora di telefonare a un collega.

Devo correggermi. Pensavo fossero entrambi acquistabili senza problemi. Invece non solo quello con scadenza a maggio 2011 si può comprare, l'altro no.

Come mai?

Perché il bond è riservato solo ai clienti istituzionali, come banche e Sim. I privati non possono invece trattarlo.

Ma fuori dall'Italia, invece, potrebbe essere acquistato?

No, è impossibile. La normativa è uguale per tutti.

Voto 5: l'indiscisione regna sovrana. Fatto comprensibile quando le richieste sono curiose: in questo caso, però, qualche approssimazione in più non avrebbe guastato.

Caccia al toro.

La gara tra gestori

Ancora fiducia a Eni, Parmalat e Bpm

Fuori dai portafogli Finmeccanica e Lottomatica

Marcello Frisone

Resistono Banca Popolare di Milano, Eni e Parmalat: escono invece Finmeccanica e Lottomatica. Sono queste le mosse sui titoli italiani fatte dai gestori in gara questa settimana per «Caccia al Toro».

Mario Tomasi, di Aletti Gestelle, dopo il recente rialzo dei listini, preferisce un portafoglio più «tranquillo» ed è per questo che conferma Parmalat per il «carattere difensivo» ed Eni «per i risultati al di sopra delle attese». Tomasi inserisce, poi, Lufthansa («ha un bilancio solido e la divisione non-passeggeri è relativamente immune dall'andamento del ciclo economico»), Telefonica («per l'elevato flusso di cassa e crescita superiore ai concorrenti con il vantaggio di essere un operatore inte-

grato e di poter sfruttare la convergenza tra fisso e mobile») ed Heineken.

Emilio Franco, di Ubi Pramerica, conferma Bpm e sostituisce Lottomatica, Lvmh e Finmeccanica vista «la buona performance relativa» e al loro posto inserisce Henkel («bilancio solido e valutazioni a sconto») e Nokia («valutazione che non sconta alcuna crescita») e L'oreal («valutazione interessante e fondamentali solidi»).

Da inizio gara a guidare è Ubi Pramerica che ha registrato una performance del -5,91% contro il -6,43% di Aletti. Nello stesso periodo l'S&P/Mib ha segnato -19,89% mentre l'Euro Stoxx -16,20%. Infine, l'Euro Runners ha registrato una flessione del 14,80 per cento.

LE REGOLE DELLA GARA

Ogni settimana due gestori si sfidano con le loro cinque di titoli consigliati, scelti tra quelli contenuti nell'indice Euro Stoxx. L'obiettivo è di battere l'investimento con un orizzonte di 50 settimane, mantenendo la possibilità di cambiare i titoli una volta ogni cinque settimane. La sfida è anche con gli indici di mercato, ma non solo: i gestori devono dimostrare di essere capaci di

battere anche tre portafogli confezionati in modo assolutamente ingenuo. Euro Runners e Italian Runners sono selezionati rispettivamente nell'ambito dei titoli dell'Euro Stoxx e dell'S&P/Mib sulla base di un paio di indicatori quantitativi: i titoli con un rapporto capitalizzazione/fatturato inferiore a 1,5 che vantano la migliore forza relativa, rappresentata dalla perfor-

mance a un anno. Il portafoglio Monte Carlo è banalmente composto da 5 titoli sorteggiati casualmente tra quelli dell'Euro Stoxx. Ricordiamo che questa rubrica non rappresenta una sollecitazione all'investimento. (Le azioni citate possono perdere valore e azzerarsi) e che nell'indicazione dei titoli i gestori potrebbero trovarsi in una situazione di conflitto d'interessi.

Il confronto

Portafogli	Var. % 5 settimane	Var. % inizio gara
Aletti Gestelle	12,89	-6,43
Ubi Pramerica	13,58	-5,91
S&P Mib	16,80	-19,89
Euro Stoxx	8,74	-16,20
Italian Runners	17,32	-16,72
Euro Runners	7,77	-14,80
Monte Carlo	11,43	-14,78

1) Italian Runners: sono 15 titoli dell'indice S&P/Mib che a inizio gara (4 novembre 2008) avevano un rapporto capitalizzazione/fatturato inferiore a 1,5 e più elevata performance a un anno: Eni (15,88), Luxottica (13,71), Mediaset (4,125), Enel (3,95), Mediolanum (3,155);
2) Euro Runners: sono 15 titoli dell'Euro Stoxx che a inizio gara (4 novembre 2008) avevano un rapporto capitalizzazione/fatturato inferiore a 1,5 e più elevata performance a un anno: Fresenius Se Vz (D, 39,05), Aurubis (D, 21,45), Nat Portefeuil D (B, 38,06), Ahld Kon (NL, 8,559), Kerry Group (IRL, 14,35);
3) Monte Carlo: sono 5 titoli dell'indice Euro Stoxx sorteggiati casualmente a inizio gara (4 novembre 2008): Wereldhave (NL, 53,105), Ses (F, 13,65), Boskalis Westm (NL, 17,08), Wienerberger (A, 8,41), Scor Se (F, 15,125).
Fonte: elaborazione del Sole 24 Ore su valori aggiornati ai prezzi di chiusura e di riferimento del 28 aprile 2009

Ubi Pramerica

Emilio Franco

Cia, responsabile investimenti di Ubi Pramerica Sgr, società che al 28 marzo 2009 gestiva un patrimonio di 19,38 miliardi.

PERFORMANCE

A 5 SETTIMANE **+13,58%** DA INIZIO GARA **-5,91%**

Il portafoglio precedente...

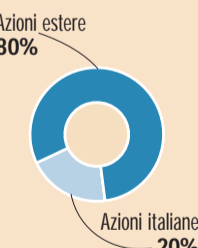
Titolo	Peso %	Var. % 5 settimane
B P Milano (I)	20	12,71
Unilever Cert (NL)	20	2,90
Finmeccanica (I)	20	15,75
Lottomatica (I)	20	23,41
L.V.M.H. (F)	20	13,15
Totale	100	13,58

IL COMMENTO DEL GESTORE

Il portafoglio ha sovraperformato il mercato in modo significativo grazie a tutti i titoli a eccezione di Unilever. Data la buona performance relativa, sostituiamo Lottomatica, Lvmh e Finmeccanica con Henkel, multinazionale leader nei prodotti per la casa, la cura della persona e nel segmento degli adesivi, con nuovo management, ridefinizione gamma prodotti in corso, bilancio solido e valutazioni a sconto; Nokia, leader mondiale nel settore di riferimento con valutazione che non sconta alcuna crescita; L'oreal, leader nel settore per la cura della persona con valutazione interessante e fondamentali solidi. Sostituiamo inoltre Unilever con Sanofi, gruppo farmaceutico con riassetto aziendale in corso, rafforzamento posizione nei mercati emergenti, bilancio solido, dividendo al 5%, valutazione attraente. Confermiamo, infine, Banca Popolare di Milano.

...e quello attuale

Titolo	Peso %	Prezzo al 28/04/09
B P Milano (I)	20	4,28
Sanofi-Aventis (F)	20	41,63
Henkel Ag&Co Vz (D)	20	20,04
Nokia (FL)	20	10,18
L'oreal (F)	20	51,76
Totale	100	-



Aletti Gestelle

Mario Tomasi

Direttore Investimenti di Aletti Gestelle Sgr Spa, società che al 31 marzo 2009 gestiva una massa di 7,31 miliardi di euro.

PERFORMANCE

A 5 SETTIMANE **+12,89%** DA INIZIO GARA **-6,43%**

Il portafoglio precedente...

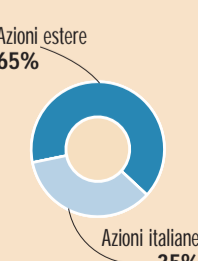
Titolo	Peso %	Var. % 5 settimane
Ab Inbev (B)	30	14,96
Eni (I)	15	8,69
Vallourec (F)	15	19,47
Arcelormittal (NL)	20	17,83
Parmalat (I)	20	3,07
Totale	100	12,89

IL COMMENTO DEL GESTORE

Dopo il recente rialzo preferiamo un portafoglio difensivo. È per questo motivo che manteniamo Parmalat per il suo carattere difensivo ed Eni per i risultati al di sopra delle attese. Sostituiamo, invece, Anheuser Busch con Heineken che, dopo l'underperformance nei confronti del concorrente, è su valutazioni più contenute e potrebbe migliorare la redditività avendo margini per ridurre i costi. Inseriamo poi Lufthansa al posto di Arcelor perché la compagnia aerea ha un bilancio solido e la divisione non-passeggeri è relativamente immune dall'andamento del ciclo economico. Al posto di Vallourec, infine, introduciamo Telefonica per l'elevato flusso di cassa e crescita superiore ai concorrenti con in più il vantaggio di essere un operatore integrato e di poter sfruttare la convergenza tra fisso e mobile.

...e quello attuale

Titolo	Peso %	Prezzo al 28/04/09
Heineken (NL)	30	21,47
Eni (I)	15	15,88
Dt Lufthansa Ag (D)	15	8,76
Telefonica (E)	20	14,66
Parmalat (I)	20	1,51
Totale	100	-



Mediatori creditizi

Iscrizioni periodo 2001-2007 e 2008 sino al 21/11/2008

Periodo	Incremento	Tasso annuo di incremento	Consistenze
2001	9.381	-	9.381
2002	5.091	54,3%	14.472
2003	7.084	48,9%	21.556
2004	10.289	47,7%	31.845
2005	11.670	36,6%	43.515
2006	16.820	38,7%	60.335
2007	21.103	35,0%	81.438
2008	15.853	19,5%	97.291

Credito malato.

L'esercito degli agenti

La Gdf torchia gli intermediari

Stefano Elli

Esattamente un anno fa, il 3 maggio del 2008, «Plus24» lanciava un allarme preciso. L'esercito dei mediatori creditizi, poco controllati, con barriere d'accesso alla professione pressoché inesistenti, era una mina vagante nel comparto dell'erogazione di prestiti al consumo e di quelli immobiliari. Il rischio, evidente e paventato dalla stessa Banca d'Italia, era che tra le fila di una categoria poco monitorata, estremamente numerosa e a diretto contatto con il pubblico retail potessero trovare legittimazione a condurre affari, operatori spregiudicati. Evidentemente tale rischio esiste ancora.

Il Nucleo speciale di polizia valutaria della Guardia di Finanza ha deciso di intervenire con la mano pesante su un settore che vede agire in tutta Italia 98 mila persone. In un'operazione su vasta scala, in collegamento con la Vigilanza della Banca d'Italia, la Gdf ha passato al setaccio 130 aziende attive nel settore (di cui 71 ditte individuali e 53 tra Srl, Snc e Sas). Gli esiti sono stati la denuncia all'autorità giudiziaria di 218 soggetti per 94 violazioni penali. Tra i principali reati contestati dalle Fiamme Gialle 49 sono relative all'esercizio abusivo dell'attività di mediazione creditizia e 19 per abusiva attività di intermediazione finanziaria. Dagli esiti di questa prima attività di screening a campione, è sorta una seconda indagine, questa volta più estesa, che è andata a incrociare i dati di tutti gli operatori del settore (in Italia sono 97.291 persone fisiche e 8.977 persone giuridiche). Questa volta l'indagine era volta a veri-

ficare la reale sussistenza dei presupposti per l'iscrizione all'albo dei mediatori tenuto dalla Banca d'Italia. Il quadro che ne è scaturito è sconcertante. Moltissimi dei mediatori creditizi avevano riportato condanne penali. In alcune circostanze si trattava di operatori condannati per usura. Quattrocentoventi di loro sono stati segnalati alla Banca d'Italia perché provveda a cancellarli dall'albo per la mancanza dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 16 nella legge 108 del 96 e dall'articolo 4 del decreto ministeriale 516 del 30 dicembre 1998. 225 di loro sono anche stati denunciati per ostacolo alle funzioni di vigilanza e per falso ideologico.

UN FARO SUL SETTORE

Sotto osservazione del Nucleo speciale di Polizia valutaria i 97.291 operatori attivi in tutta Italia

Ma la necessità di regolamentare un bacino di professionisti tanto vasto non è soltanto una questione di polizia o di vigilanza. Ad avvertire la necessità di autotutelarsi e di darsi regole più stringenti per accedere alla professione sono anche i diretti interessati.

Non sono poche le iniziative che vedono gli intermediari protagonisti di associazioni di categoria esse stesse impegnate in un'opera di ridefinizione del perimetro e di un'attività importante. Tra queste una delle ultime nate è l'Associazione presieduta da Eustachio Allegretti.

L'agenda dei mercati

Settimana dal 4 al 10 maggio

Paese	Ora	Data	Periodo	Precedente
Lunedì 4				
ITA	09:45	● Pmi manifatturiero	apr	34,6
FRA	09:50	● Pmi manifatt. (finale)	apr	40
GER	09:55	● Pmi manifatt. (finale)	apr	35
EUR	10:00	● Pmi manifatt. (finale)	apr	36,7
ITA	10:00	Ppi a/a	mar	-3,3%
ITA	10:00	Ppi m/m	mar	-0,6%
USA	16:00	Spesa in costruzioni	mar	-0,9%
ITA	19:00	Fabbisogno del sett. statale	apr	-29,7 mld
GER	ND	Vendite al dettaglio a/a	mar	-5,3%
GER	ND	Vendite al dettaglio m/m	mar	-0,2%
Martedì 5				
EUR	11:00	Ppi a/a	mar	-1,8%
USA	16:00	● Indice Ism non manifatt. composito	apr	40,8
Mercoledì 6				
ITA	09:45	● Pmi servizi	apr	39,1
FRA	09:50	● Pmi servizi (finale)	apr	46,2
GER	09:55	● Pmi servizi (finale)	apr	43,5
EUR	10:00	● Pmi composito (finale)	apr	40,5
EUR	10:00	● Pmi servizi (finale)	apr	43,1
GB	10:30	Pmi servizi	apr	45,5
EUR	11:00	Vendite al dettaglio m/m	mar	-0,6%
USA	14:15	Nuovi occupati: stima Adp	apr	-742x1000
Giovedì 7				
GER	12:00	● Ordini all'industria m/m	mar	-3,5%
USA	14:30	● Costo unitario del lavoro t/ann. (prelim.)	T1	5,7%
USA	14:30	● Produttività (escl. Agricoltura) t/ann. (prelim.)	T1	-0,4%
USA	14:30	Richieste di sussidio	settim	-
Venerdì 8				
GER	08:00	Bilancio commerciale non-dest.	mar	8,7 mld
GB	10:30	Ppi (output) a/a	apr	3,3%
GB	10:30	Ppi (output) m/m	apr	0,2%
GER	12:00	● Produzione industriale m/m	mar	-2,9%
USA	14:30	● Nuovi lavoratori dip. non agricoli	apr	-663x100
USA	14:30	Salari contrattuali m/m	apr	0,2%
USA	14:30	● Tasso di disoccupazione	apr	8,5%

CALENDARIO DEGLI EVENTI

Giorno	Ora	Evento
Lunedì 4		
EUR	13:00	Discorso di Papademos (Bce) sulla crisi economica
USA	18:30	Discorso di Hoenig (Fed) sulla crisi finanziaria statunitense
USA	20:00	Discorso di Lacker (Fed) sullo scenario economico
USA		● Pubblicazione dei risultati degli stress test sulle 19 principali banche Usa
Martedì 5		
USA	16:00	● Audizione di Bernanke sull'economia e sugli interventi a favore del sistema finanziario
USA	19:15	Discorso di Stern (Fed)
Mercoledì 6		
USA	04:30	Discorso di Yellen (Fed) sulla recessione negli Stati Uniti
USA	15:30	Discorso di Stern (Fed)
USA	23:30	Discorso di Yellen (Fed)
Giovedì 7		
GIA	01:50	● Boj: pubblicazione verbali riunione 6-7 aprile
GB	13:00	● Riunione BoE-annuncio tassi (prev. Intesa Sanpaolo: tassi fermi a 0,50%)
EUR	13:45	● Riunione BCE-annuncio tassi (prev. Intesa Sanpaolo: tassi fermi a 2,50%, a 1%)
EUR	14:30	● Conferenza stampa di Trichet/Usa
USA	15:30	● Discorso di Bernanke sulla Regolamentazione Finanziaria
USA	19:00	Disc